

Special Report

专家和业界人士热议创业板六大焦点问题

对于年轻的中国资本市场而言,要过创业板这条河,还必须摸着石头。

在创业板首发办法发布后,中国证监会于上周发布修订的保荐和发审委办法并公开征求意见。昨日,资本市场专家和业界人士就上述两个办法展开热议,其中涉及的六大焦点问题,无疑就是创业板“渡河”要摸的“石头”。

我们将迎来何样的创业板?透过专家和业界人士的真知灼见,创业板的形象或许将更加清晰。

◎本报记者 周舸 商文

焦点一 行业专家如何发挥作用

在修订发审委办法时,证监会明确表示,创业板发审委委员在会计、法律等专业人士基础上,适当吸收熟悉行业技术和管理的专家,以适应创业板上市企业往往具有较新技术或模式的特点。

那么,创业板发审委应吸收哪些行业技术和管理专家;这些专家在发审工作中,应怎样发挥作用?

平安证券总经理薛荣年认为,从发审职责来讲,发审委关注的重点是一家股份制公司是否有资质成为公众公司,是否具有明晰的公司治理,能否持续规范运作。从这个意义上讲,创业板发审委吸收行业专家,应强调审核意识和标准。因此,行业专家可以在创业板发审工作中,从两个角度发挥作用:一是作为咨询委员,出具书面意见供发审人员参考;二是可以承担对发审人员的培训工作。

齐鲁证券副总裁孙培国也提出,发审委引进行业专家,体现了创业板更多关注技术模式、商业模式的特点,但恐怕并非需要专家对企业能否发行做出实质性的判断,而是在发审工作中对市场应予关注的风险点给出提示。我理解,专家委员更多地并非行使表决权,而是要提醒市场,提醒投资者不容易看到的风险。

处理好形式审核与实质审核的关系,是发审委工作的一个重要内容。曾担任过发审委委员的国浩律师集团合伙人吕红兵以切身体会指出,发审委在形式性审核(即更关注法定条件、更侧重规范性问题和实质性判断(即对公司持续盈利能力要作更多的考虑,作较多的人为判断)之间,应坚持“两者并重”。对于创业板发审,吕红兵认为,创业板上市公司不确定性较大,风险性较强,人为地对其发展作出如成熟企业般的判断比较困难。因此,似应“侧重形式性审核,兼顾实质性判断”,即更多侧重规范性以及独立经营能力、独立盈利能力、持续经营能力这些具有较强客观性标准的指标,而对于持续盈利能力这样的具有较多主观判断的因素也应予以兼顾。

我们很多中小企业发行项目在立项的时候,也在寻求行业专家的意见,而有的企业本身就是行业专家,除此之外就没有其他行业专家。“中信证券董事总经理陈军说,不在少数的创业板公司从事的确实是非常细分的业务,他的产品别人也可能看不懂。所以,行业专家能否包打天下,能否把所有行业都看懂,还需要观察。”他建议应慎重使用行业专家。

大成律师事务所合伙人丘远良直言,创业板发审委需要的专家应“既懂技术也懂商业”,因为有些高科技公司并没有商业价值,所以行业专家要能判断高新技术有没有商业价值。由于发审委专家名额有限,故应秉持行业技术专家与咨询委员相结合的理念。“主要领域设立专家,细分领域如果没有专家,可以去咨询专家咨询委员会的成员。”

焦点二 该遵循何种审核理念

由于创业企业和创业板市场自身具有的诸多特性,创业板发行审核工作究竟该遵循何种审核理念,是采取实质性的判断,还是仅仅针对企业信息披露是否准确完整做出形式上的审核?一些业内专家对此发表了自己的看法。

招商证券总裁助理孙议政指出,在明确创业板审核理念时主要涉及两个问题:一是如何看待企业的自主创新,二是如何看待企业的持续盈利能力。对于这两个问题的解决,实际上就是对创业板发审理念是选择实质性判断还是形式上审核这一问题做出了回答。

孙议政做了一个形象的比喻。他认为我国的主板市场是一个精品点。而无论从为创业企业服务的市场定位,还是配套制度、规则的设计上,都表明即将推出的创业板市场都应该是一个“百货店”。

所谓“百货店”,就是企业在上市时是五花八门的。企业在满足起码条件的上市后,未来的好坏由投资者来确认。”孙议政表示,正是基于创业板市场的这种定位,创业板的审核理念就不应该再延续主板市场的审核理念,发审委在审核时不应该在人为地提高企业的上市门槛,以精英思想代替投资者的思想。

例如,发审委判断企业是否具有持续盈利能力时,只要不存在《创业板暂行办法》中第十四条列举的六种情况时,就应该认为其具有相应的能力,符合法规要求。”孙议政说,而在此基础上要求企业进一步证明自己具有持续盈利能力,就等于提高了上市门槛。”

因此,在创业板审核工作上,孙议政认为,发审委只要审核企业的自主创新技术、未来持续盈利能力、潜在风险等信息披露是否完整清楚就可以了,而企业能否上市成功将取决于投资者是否认同。

孙培国也对此表示了赞同。他认为,在创业板发审委中引入更多的行业专家,体现了创业板企业新技术、新模式的特点,但不应让发审委对企业做出实质性判断,而是更多的提示市场、投资者该关注哪些潜在的风险。

吕红兵也认为,对创业板上市公司而言,不确定性较大,风险性较强是其本来面目,人为地对其发展做出成熟企业般的判断本身就难。因此,创业板的审核理念应“侧重形式性审核,兼顾实质性判断”,即更多侧重规范性以及独立经营能力、独立盈利能力这些具有较强客观性标准的指标,而对于持续盈利能力这样具有较多主观判断的因素则应予以一定兼顾。

在创业板发审委的工作机制上,薛荣年建议,应进一步提高其透明度。如可以将发审委最终审核意见在网上进行公示,同时对于发审委重点关注的问题予以提前告知,提高发行审核的效率。

对于创业板的投资理念应与主板有所差别。”中国社科院金融所副所长王刚提醒,购买创业板股票更多是投资的概念,而不能买了“见高就丢”。投资者需要注意企业的成长性,而成长性并不能简单依据企业的利润而定”。



中信证券董事总经理 陈军



国浩君安证券副总裁 虞启斌



平安证券总经理 薛荣年



齐鲁证券副总裁 孙培国



招商证券总裁助理 孙议政



大成律师事务所合伙人 吕红兵



社科院金融所副所长 王刚

焦点三 保荐办法是否需进一步修改

修订后的保荐办法考虑到创业板公司处于成长期,业绩波动大较为常见,故对原办法第72条的规定略作调整,即发行人上市当年营业利润比上年下滑50%以上的,将对相关保荐代表人采取相应监管措施。此规定只适用于主板,不适用于创业板。

本着相同的理念,专家和业界人士对第72条所涉及的其他规定,也提出了进一步修改的建议,希望明确相关规定也仅适用于主板,不适用于创业板。

吕红兵提出,原办法第72条第(三)项首次公开发行股票并上市之日起12个月内控股股东或者实际控制人发生变更”的情况,也应明确不适用于创业板。对于创业板公司而言,控股股东或实际控制人发生变更更可能更为常态,且有时这种变更不取决于保荐人,故在此情况下追究保荐人的责任值得商榷。”他还提出,第72条第(一)项“证券上市当年累计50%以上募集资金的用途与承诺不符”的情况也应修改。

陈军就募投向变化的可能性进行了更深入的阐述。在发行中,有的企业往往在一个非常细分的领域中开展业务,市场很狭窄,而且在狭窄的市场上进行创新,更新也很快——创业企业的特点就是经营灵活、船小掉头快。提出上市申请时规划的募投向,到上市时可能就面临经营环境条件的变化,或许上市当年就需要变更投向。因此,对于募投向变化,应该给保荐人一个宽容度,这样有利于创业企业根据实际情况安排资金使用,更好地发展。”

国君安副总裁虞启斌也赞同放宽创业板发行人募集资金投向审核的要求。他表示,相对主板企业来说,创业板企业在募投向方面应该更加灵活一些。”

北京京都天华会计师事务所合伙人郑建彪则提出,尽管保荐办法规定,出现50%以上的业绩波动应对代采取监管措施的条款不适用于创业板,但无论是企业自主的强制信息披露,还是市场参与方都应该对出现50%以上波动的情况做出分析,给市场投资者一个交代。投资者对于创业板企业比较担心的是就业绩波动和成长性,不要让市场天然地就认为50%以上的业绩波动是可以接受的。”

对放宽上述限制的考虑并非推卸责任,陈军表示,保荐办法修订后的制度安排适应创业板企业的实际,也厘清了保荐人参与创业板保荐的职责边界。保荐机构的参与,并非通过专业能力来保证企业一定盈利或实现稳定增长,更重要的是我们能够督促企业规范运作,联合履行信息披露承诺,能够使投资者充分发现企业的投资价值和相应的风险。”他说,保荐人可以在帮助企业度过“融资危险期”方面发挥作用,1996年纳斯达克市场上市高峰期时,有5500多家上市公司,到了2008年底只剩下3020多家,从2001年到2008年,每年都有300家企业退市。因此,创业企业拿到募集资金后,能否规范运作,避免扩张过快的风险十分重要。”英国的AIM市场则实行终身保荐,一旦保荐机构和上市公司解除合约后,股票就停止交易,直到找到新的保荐机构并签署合约再恢复交易。

焦点四 退出机制如何规定

从香港的“仙股”故事,到A股主板市场“写而不退”、“保壳”等实际,资本市场如何实现有效的退出机制,对于风险相对更高的创业板市场而言显然非常重要。专家和业界认为,创业板应该对退出机制予以严格规定。

对于创业板公司的退出机制,有专家指出,创业板公司经营一定年限后,经营情况很可能发生变化,出现亏损也比较正常,建议不以盈亏作为上市条件,而以是否可交易作为退市标准,在摘牌前,给并购者留下一定的机会。

上述说法并未得到充分认同。虞启斌说,希望严格规定创业板上市公司的退市机制,限制“保壳”类的资产重组,这一方面可以杜绝所谓资产重组导致的不规范行为的发生,同时也是提高投资者参与创业板风险意识和教育的有效举措。

国务院发展研究中心金融所副所长巴曙松也指出,A股市场买壳重组的成功率并不是太高,这与A股市场“壳资源”质量与境外市场不可同日而语有关;但即便在境外市场中,买壳重组对于上市公司脱胎换骨的作用也比较有限。谈到创业板退出机制的建设,银河证券首席经济学家左小蕾说,创业板将来不要搞卖壳、重组兼并这些名堂,一定要有明确严格的退出机制,达不到标准的公司就要坚决退出。”

焦点五 如何避免资金暴炒

IPO 暂停后,很多资金都在憋着打创业板,很有可能引起暴炒。”陈军建议,为保证创业板平稳推出,应在创业板第一批企业挂牌前重启中小板IPO,形成比较效应,给投资者选择机会,避免创业板暴炒。同时,第一批挂牌企业应该有行业、规模、业绩和成长性等方面差异化的结构性安排,避免对市场形成创业板上市公司都是精品的误导。

此外,虞启斌建议进一步明确未来是否会建立创业板与中小板之间的转板机制。他说,创业板市场有自身的特性,如果能够建立不同市场之间的转板机制,就能够把各板块的特色和差异性予以比较明显的体现。

对于创业板市场上保荐代表人签字权是否应该放开,不少券商业内人士给出了自己的看法。

薛荣年直言,在创业板市场上,保荐代表人的签字权应该适当放开。虞启斌也表示,应该明确创业板企业保荐代表人可从事其他项目的保荐工作。

虞启斌表示,目前主板市场明确限制保荐代表人签字权为“一次一家”。而对于创业板市场来说,企业发行的数量会比较多,但规模相对较小。如果保荐创业板企业的发行仍然占用券商的保荐通道,将不利于券商对保荐资源的调配。

薛荣年还建议,可以考虑向好的保荐机构开通创业板上市审批绿色通道,类似高考报送的制度,以提高优质券商参与市场的积极性。

陈军也表达了类似观点。他指出,从海外市场的经验来看,优秀保荐机构的参与和程度将成为影响创业板未来发展的重要因素。因此,创业板应该通过制度设计吸引更多优秀保荐机构的参与。

除放开保荐代表人签字权,通过制度设计吸引更多优秀保荐机构参与创业板市场

外,虞启斌建议应放宽保荐机构对创业板拟发行企业持股上限的相关规定。

根据现行的规定,保荐机构及其控股股东、实际控制人、重要关联方持有发行人股份合计超过7%或者发行人持有、控制保荐机构股份超过7%的,保荐机构在推荐发行人证券发行上市时,应联合一家无关联保荐机构共同履行保荐职责,且该无关联保荐机构为第一保荐机构。

虞启斌指出,按照这一规定,创业板企业一旦满足这一条件,也需要由两家保荐机构进行保荐上市。而对于规模较小的创业板发行人来说,不利于保荐责任的落实。更为重要的是,这一规定将抑制直投参与创业板市场的热情,不利于保护券商寻找并且保荐优秀企业发行的积极性。而应适当放开对这一比例的限制,对促进创业板市场的活跃和我国直投业的发展都将有着积极的意义。

拿吕红兵的话说,从“呼噜噜响出来”、“犹抱琵琶半遮面”到“初识庐山真面目”,创业板渐行渐近,推进过程体现出很强的节奏感。两个办法的修改,体现了监管部门科学发展、与时俱进的监管理念,体现出监管的针对性、渐进性的特点。

焦点六 保荐代表人签字权应否放开

外,虞启斌建议应放宽保荐机构对创业板拟发行企业持股上限的相关规定。

根据现行的规定,保荐机构及其控股股东、实际控制人、重要关联方持有发行人股份合计超过7%或者发行人持有、控制保荐机构股份超过7%的,保荐机构在推荐发行人证券发行上市时,应联合一家无关联保荐机构共同履行保荐职责,且该无关联保荐机构为第一保荐机构。

虞启斌指出,按照这一规定,创业板企业一旦满足这一条件,也需要由两家保荐机构进行保荐上市。而对于规模较小的创业板发行人来说,不利于保荐责任的落实。更为重要的是,这一规定将抑制直投参与创业板市场的热情,不利于保护券商寻找并且保荐优秀企业发行的积极性。而应适当放开对这一比例的限制,对促进创业板市场的活跃和我国直投业的发展都将有着积极的意义。

拿吕红兵的话说,从“呼噜噜响出来”、“犹抱琵琶半遮面”到“初识庐山真面目”,创业板渐行渐近,推进过程体现出很强的节奏感。两个办法的修改,体现了监管部门科学发展、与时俱进的监管理念,体现出监管的针对性、渐进性的特点。

曹凤岐认为,创业板市场是一个相对独立的市场,主要为自主创新、高成长的中小企业提供融资和投资支持。为使创业板市场区别于中小板市场,创业板制度应该进一步创新。

曹凤岐建议,创业板市场对企业发行上市要求应该宽松一些,目前的IPO办法对拟上市企业的要求已经比中小板宽松,但是可以考虑在条件成熟的时候,进一步放宽条件,降低对企业利润、资本额的考量标准。

他还提到,应当在创业板改革发行制度,缩短创业板发行和上市的时间,采取批量上市方式,让大量的成长型企业通过资本市场平台发展壮大。

曹凤岐说,证券交易制度的核心是价格形成机制,我国主板和中小企业板股票交易实行竞价机制,优点是信息传播速度快,范围广,运行费用低,透明度高;缺点是处理大额买卖能力较弱,容易操纵价格,市场波动大。他建议在创业板改革交易制度,引入做市商。

■中国证券市场年会创业投资峰会

周道炯:创业板推出过程中应注意控制风险

◎本报记者 马婧好

证监会前主席周道炯昨日表示,中国创业板推出后,将会成为国际资本的最佳投资平台,国际资本也可以将创业板市场当作最佳用武之地,但在创业板推出过程中,要注意防范风险,加强监管、依法治市,尽可能将风险降到最低。

周道炯是在昨日举行的“中国证券市场年会创业投资峰会”上做出上述表示的。

在全球金融海啸的背景下,中国资本市场既要看到危机对我们的冲击,也要看到我们正在急速前进,不能停止金融改革、创新的步伐。”周道炯表示,创业板酝酿已久,目前推出时机已经成熟,“中国创业板的推出将向全球资本市场发出一个明确的信号,就是到中国投资成长中的中小企业,这里将是国际资本最佳的用武之地,大有可为。”周道炯说。

他进一步表示,创业板的推出将给中国正在蓬勃发展的科技开发园区提供产业升级的平台,同时创业板的开设可以解决受金融危机冲击的中小企业面临的融资难题。

周道炯还特别提到,防范风险、加强监管、依法治市是保证创业板市场能够稳定健康发展的关键所在,中国创业板市场推出后,各方应当对此给予高度重视,并认真落实到位,尽可能把风险降到最低。

修小平:省级创投引导资金总规模近百亿元

◎本报记者 马婧好

科技部火炬中心副主任修小平昨日在“中国证券市场年会创业投资峰会”上表示,目前北京、上海、天津、江苏、湖北、山西、云南等地已经设立了省级科技型中小企业创投引导基金,筹资总规模接近百亿元,国家级创投引导基金在过去两年引导资金补助资金约2亿元。

2007年6月,财政部与科技部联合颁布《科技型中小企业创业投资引导基金暂行管理办法》,标志着首个国家级创业投资引导基金正式设立。该引导基金的支持对象有四类,即创业投资企业、创业投资管理企业、具有投资功能的中小企业服务机构、初期创业的科技型中小企业;引导资金的支持方式包括分阶段参股、跟进投资、风险补贴、投资补偿。

修小平表示,该基金在2007和2008年开展了风险补贴、投资补偿等两种无偿资助方式进行试点工作,引导创投资金2亿元,支持了109家创业投资机构,并对投资于初期科技型中小企业的风险投资,给予了总额27亿元的补助,使127家处于高成长初期的创业科技型中小企业获得了创业机构的辅导和跟踪。

她透露,除国家级创投引导基金外,目前北京、上海、天津、江苏、湖北、山西、云南等地均已设立省级创投引导基金,总规模已近100亿元,其他一些省市也在积极研究设立省级引导基金。

曹凤岐:创业板需要制度创新

◎本报记者 马婧好

北京大学金融证券研究中心主任曹凤岐在昨日举行的“中国证券市场年会创业投资峰会”上表示,创业板市场必须进行进一步制度创新。他对创业板提出了降低企业上市门槛、提高投资者准入门槛、不设非流通股等建议。

曹凤岐认为,创业板市场是一个相对独立的市场,主要为自主创新、高成长的中小企业提供融资和投资支持。为使创业板市场区别于中小板市场,创业板制度应该进一步创新。

曹凤岐建议,创业板市场对企业发行上市要求应该宽松一些,目前的IPO办法对拟上市企业的要求已经比中小板宽松,但是可以考虑在条件成熟的时候,进一步放宽条件,降低对企业利润、资本额的考量标准。

他还提到,应当在创业板改革发行制度,缩短创业板发行和上市的时间,采取批量上市方式,让大量的成长型企业通过资本市场平台发展壮大。

曹凤岐说,证券交易制度的核心是价格形成机制,我国主板和中小企业板股票交易实行竞价机制,优点是信息传播速度快,范围广,运行费用低,透明度高;缺点是处理大额买卖能力较弱,容易操纵价格,市场波动大。他建议在创业板改革交易制度,引入做市商。